

## A monetáris politika az EU előszobájában

Gidai András<sup>1</sup>

*A közeljövőbeli EU tagság váltást hozott a magyar monetáris politikában. Az egyre erőteljesebb pénzügyi globalizálást kísérő kedvezőtlen jelenségek (spekulatív tőke erőteljes sikeres támadása több valuta ellen) miatt a magyar monetáris vezetés úgy értékelte, hogy minél előbb szükség van a forint euróval való helyettesítésére. Ezzel a szükségből erényt kíván kovácsolni. Az EU tagsággal elvileg együtt jár a Gazdasági és Monetáris Unióbeli kötelező tagság. Ehhez pedig csak a jól ismert hármas Maastricht-i konvergencia kritérium (alacsony infláció és kamatszint, kicsi állami deficit és adósság) teljesítése révén lehet elérni. Ha ezt az EU tagság után előbb-utóbb úgyis teljesíteni kell, akkor már ez adjon lehetőséget arra is, hogy Magyarország olyan bizonyítványt kapjon a konvergencia kritériumok értékelésekor, hogy a forintot felválthassa az euróval. Ekkor ugyanis megszűnhet a magyar pénzügyi vezetés 85 éves dilemmája: a szinte örök viaskodás az infláció veszélyével.*

*Kulcsszavak: monetáris politika, euró, Magyarország*

### 1. Bevezető

A monetáris irányítás új, zárt rendszert épített a fent kitűzött célok elérésére. Az infláció csökkentést abszolút prioritásként fogalmazta meg és azt sem titkolja, hogy mindennek ára lesz: átmenetileg csökkenhet a növekedés, a forint felértékelődése rontja a hazai termelők versenyképességét, magas reálkamatok várhatók.

Az 1998-99-es évben látványosan 10%-ra csökkenő, de azután két évig ezen a szinten stagnáló infláció mérséklésére a forint felértékelődését kívánta (és kívánja) felhasználni. Másfél év alatt eredmények már nyilvánvalóan jelentkeznek – az infláció gyakorlatilag megfeleződött 2002. év végére. Ugyanakkor egyre jobban érezhető, hogy „nehéz dió” lesz a további (3% körüli szintre való) csökkentése. Az EU-ba való belépést kísérő egyéb folyamatok (pl. béremelési törekvések) miatt gazdasági és társadalmi feszültségek árán érhető el az infláció fékezése. Milyen adottságokkal számolhatott az új koncepció kidolgozásakor a monetáris politika 2001-ben:

- egyensúlyi szempontok szerint vezérelt forint árfolyam a nyugati valutákhoz képest (több mint 2 évtizede) alulértékeltiséget eredményez (jól jelzi ennek a mérté-

---

<sup>1</sup> Dr. Gidai András, kandidátus

- két, hogy a forint vásárlóerő kapacitások értéke a duplája volt a hivatalos árfolyamnak),
- a hitel alacsony szerepe miatt a lakossági megtakarításokat állampapírokba vagy akár deviza eszközökbe forgató hazai bankok, pénzintézetek,
  - kilenc évtizedes erős inflációs berögződések (a két vesztes háború hiperinflációja, illetve a másfél évtizede kétszámjegyű infláció), amely miatt csak fokozatosan lehet sikert elérni az infláció csökkentésében,
  - a vámszabad területi exportszektor látványos felfutása miatt a felszínen a gazdasági-pénzügyi elemzők által siker-országnak tekintett Magyarország, (amely mögött a külkereskedelem strukturális egyensúlyi gondjai ugyanúgy fennmaradtak),
  - az évezred végére teljesen teret nyert pénzügyi globalizáció teljes szabadsága révén a spekulációs tőke szabadon áramolhat (ki és be) a kelet-európai országokban (is). Jó példa volt erre, hogy az orosz pénzügyi krízis idején a külföldiek tulajdonában lévő magyar államkötvény állomány másfél milliárd dollárról 1-2 hét alatt 0-ra apadt le,
  - az OECD tagsággal járó konvertibilitási feltétel révén a külföldi spekulációs tőke egyik célterülete lett a kelet-európai (közte a magyar) kötvénypiac. A szűk árfolyamsáv miatt ennek semlegesítése nagy összegű – és költséges – jegybanki intervenciót (ún. sterilizációt) igényelt, mely nagyrészt felemésztette a jegybank egyébként elég jelentős pénzkibocsátási (seniorage) jövedelmét,
  - a pénzügyi érdekeket hatásosan érvényesíteni képes magyar pénzügyi gondolkodás és vezetés, amely képes akár a politika „igényeinek” az erős korlátozására is (lásd Bokros program keresztülvitele),
  - a 2000. évi kormányátalakítás után a gazdaságpolitika által segített belső kereslet-növekedés révén (béremelés, autópálya építése, Széchenyi terv) a lanyhuló kereslet ellenére tartósan ígérkező növekedés.

E feltételek mellett a jegybanki vezetés feltételezhette, hogy a forint (reál) felértékelődése révén (2-3 év alatt akár 15%-kal) nemcsak megfelezhet az infláció (2002. végére), hanem ugyanez a lendület leviheti annak szintjét akár 3%-ig is. Egyrészt valós túlkeresettől a 3%-os deficit mutató PM általi mielőbbi teljesítése miatt nem kell tartani (a 3%-os deficit az a GDP akár 3-4%-át elérő reálkamat kiadás miatt inkább pénzkivonást jelent - az elsődleges egyenleg többlete esetén). Másrészt a külkereskedelmi egyensúly várható romlása azért fogadható el 3-4 évig, mert:

- a fizetési mérleg mutató kevésbé fontos (az EU csatlakozáshoz),
- az euróra való váltás ígérete miatt a spekulációs tőke elnézőbb lesz a külső egyensúlyi mutatók szintjét illetően (már csak azért is, mert gyengébb külső pozíció esetén nagyobb lehet a külső pénztőke beáramlás volumene).

## 2. A monetáris politika eszközeinek megújítása

A 2001 tavaszán megújuló jegybanki vezetés alapvető – minden más elé sorolandó – céljává tette az infláció mérséklését. Ezt megalapozta a jegybanki jogosítványok újrafoglalmazása az EU (ECB) előírásai szerint: a gazdaságpolitika céljait csak akkor segítheti, ha az nem keresztezi az elsődleges cél a nemzeti valuta értékállandóságának megőrzése érdekében szükséges intézkedéseket.<sup>2</sup>

Az állam jegybanki finanszírozása nemcsak háttérbe szorult (mint ahogy a 90-es évek második felében), hanem egyben lehetetlenné is vált. A 2001. évi jegybank törvény ugyanis tiltja azt, hogy a jegybank hitelt, kölcsönt nyújtson bármely állami szerv, intézmény részére és állami kötvényt legfeljebb a másodpiaci forgalomban vásárolhat az MNB.<sup>3</sup>

A legradikálisabb változás az árfolyam és a kamatpolitikában történt 2001. május 4-től. A valutaárfolyam ingadozási sávja  $\pm 2,25\%$ -ról  $\pm 15\%$ -ra növekedett. A jegybank 1995. és 2001. között időről-időre intervencióra kényszerült a be vagy kiáramló külföldi pénztőke hatásának semlegesítése végett. Ezzel helyettük is gyakorlatilag ő vállalta fel – közvetve az adófizetők terhére – az árfolyam ingadozás kockázatát.

A  $\pm 15\%$ -os árfolyam ingadozási határ az Európai Unió egyik pénzügyi feltétele (akkor aspirálhat valaki a Gazdasági és Monetáris Unióba történő belépésre, ha a valuta árfolyamát tartósan, nagy kilengésektől mentesen képes ilyen sávon belül tartani).

Figyelmet érdemel a sávhatár számszerű értékének a története. A rögzített árfolyamok világméretű háttérbe szorulása (1971.) után évtizedekig az EU alapító tagjainak kulcsvalutái között rögzítettek voltak az árfolyamok és plusz, mínusz 2,25-ös eltérés esetén kellett intervenciót végrehajtaniuk a jegybankoknak. 1991-93-ban a német márka gyengélkedése és az angol font leértékelődését (és a valutakígyóból való kilépését) kikényszerítő, spekulációs támadás után emelték meg  $\pm 15\%$ -ra az árfolyam ingadozási határt.

A jegybanki kamatpolitika az árfolyampolitika egyik fő eszközévé vált. A kamatszint emelésével vagy csökkentésével szándékszik a jegybank igazodni a ahhoz, hogy a külföldi pénzbefektetők forint kötvények iránti kereslete miként erősödik vagy lanyhul. Gyengébb kereslet esetén magas kamattal igyekszik fenntartani az érdeklődésüket (és ezzel a forint jegybank által kívánatosnak tekintett árfolyamát). Ha túl nagy összegű a forinteszközök külföldiek általi vásárlása, akkor viszont csökkenteni kívánja a kamatszintet, nehogy túl erőssé váljon a forint.

Közel 2 év után meg lehet állapítani, hogy a jegybank határozott elképzelése a sávszélesítéssel a forint felértékelődése volt – ami be is következett. Az erős forint ugyanis kedvez az MNB által hirdetett infláció csökkentésnek. Közben megtörtént a jegybank intervenciók tesztelése is. 2003. januárjában a forintnak a 15%-os sávon túli felértékelődésére játszó pénztőke spekulációs támadást intézett. A sáv szélén az addig egyszer sem interveniáló MNB kénytelen módon beavatkozott: eurót vásárolt a forintot eladó bankoktól. Közben gyorsan meghozta (két lépésben) a már hónapok óta a hazai szereplők által sürgetett érezhető kamatcsökkentést (8,5%-ról 6,5%-ra), hogy elejét vegye további hasonló spekulációnak. A sávszé-

<sup>2</sup> MNB, 2002: 17.

<sup>3</sup> Hetényi, G. – Hünlich, Cs. – Mozsáry, P., 2001: 29.

lesítést rövid időn belül 2001-ben követte a forint teljes konvertibilitásának a meghirdetése. A külföldi befektetők számára június óta engedélyezett rövid lejáratú állampapírok vásárlása is, továbbá a származékos termékek piacán is jelen lehetnek Magyarországon. Ennek legfőbb következménye, hogy az értékpapír piac jelentős hányadát kitevő diszkont kincstárjegyek piacán is megjelentek a külföldiek. A konvertibilitást teljessé tevő lépések ugyancsak az EU tagság előfeltételei voltak. Ezen túl csökkentette a jegybank a kötelező tartalékrátát (2001. szeptemberétől 5%-osra) és meghirdette, hogy az EU tagság időpontjára 2%-ra mérsékli azt.

Az EU pénzügyi rendszere által diktált elvárásokat (teljes függetlenség a jegybanknak, széles árfolyamsáv, konvertibilitás), ígyis - úgyis teljesíteni kellett. Ennek várható következménye volt a spekulációs tőke nagyobb beáramlása, amely felviszi a forint árfolyamát. A jegybank mindezt megpróbálta a maga javára átfordítani, a forint felértékelődését az infláció letörésére felhasználni.

Hagyományos piacgazdaságokban a kamatok viszonylag nagyobb arányú kilengéseinek a megakadályozása mindenhol a monetáris politika egyik fő törekvése. Ezért jogos a kérdés, hogy Magyarországon miért tölti be bizonyos fokig a kamat a függő változó szerepét a jegybank új politikájában. A jegybankot a következők vezérlik ebben: a vállalatok és még inkább a lakosság hitelállománya relatíve alacsony, ráadásul a vállalati hitelek több mint felét (60%) devizában vették fel. A magyar bankokat tartósan likviditáshibásnak jellemzi. A fentiek miatt a reálkamatok ingadozása a megtakarítási hajlandóságra hat mindenekelőtt (de a lakossági pénzpiac monopolizáltsága miatt ez a hatás is tompított), és a vállalati finanszírozásra gyakorolt hatása jóval mérsékeltebb, mint a hagyományos piacgazdaságokban. Ezért (az akár erős) kamatingadozás jobban elfogadtatható a gazdasággal nálunk mint máshol. Az árfolyam viszonylagos stabilitásának ugyanakkor nagy a jelentősége az inflációs várakozások megtörésében. Ha a külföldi pénztőke ki- és beáramlása az árfolyam hektikus ingadozását eredményezné, akkor kevésbé lehetne remélni az inflációs várakozások megtörését.

A jegybank új politikájaként az inflációs célkövetést hirdette meg. Ennek lnyege, hogy a monetáris politika célpiramisának csúcsa (a pénz értékállandósága védelme) alatt az inflációs előrejelzés kifinomult, de áttekinthető ún. „közbülső célja” helyezkedik el. E közbülső cél alatt található az operatív cél, az irányadó kamat. A jegybank ezen keresztül képes hatni a rövid lejáratú pénzpiac kamataira. A kamatszint jegybanki alakítása során az új rendszerben a legerősebb mozgatóerők az árfolyam megfontolások.

A jegybank követi a devizapiac mozgásait. Ha úgy ítéli meg, hogy az árfolyam alakulása – egyebek mellett – veszélyeztetheti az inflációs cél elérését, akkor az irányadó kamatot emeli. Ezzel növekszik a kamatkülönbözet a forint és az euró között és a pénztőke nagyobb érdeklődése újra megerősíti a forintot. Természetesen ellentétes irányú beavatkozás is lehetséges. Ha az inflációs cél viszonylag jól teljesül, megengedhető a túl erős forint kisebb mértékű gyengítése a kamatok mérséklése útján.

### 3. Inflációs célkövetés

Az inflációs célkövetés olyan monetáris politikai keretet jelent, ahol a jegybank kötelezettséget vállal arra, hogy az infláció ütemét a megadott célsávon belül tartsa. Ezt a rendszert számos országban alkalmazták az árstabilitás fenntartására (Új Zéland, Nagy Britannia,

Kanada) vagy egy korábbi árfolyamválságot követően (Csehország, Svédország, Brazília).<sup>4</sup> Magyarországon egy inflációsávot jelöl meg célként a jegybank. Ez jelzi, hogy a monetáris politika nem tudja teljes mértékben befolyásolni az inflatörikus folyamatot, az infláció előrejelzése jelentős bizonytalanságot hordoz. A célsáv előnye, hogy nagyobb mozgásszabadságot hagy az MNB-nek a kereslet későbbi alakulásához való alkalmazkodásban, a különböző sokkokra történő reagálásban. Így viszont nehezebb utólag megítélni, hogy milyen volt a monetáris politika eredményessége. A sáv hátránya lehet, hogy a piaci szereplők sok esetben a sáv felső szélét tekintik az igazi célnak. A sáv alsó határa azt jelzi a gazdálkodók számára, hogy mérsékelt keresleti szint esetén a jegybank kész lazítani a monetáris szigorán. Ugyanakkor váratlan erőteljes sokkhoz való igazodást nehezítheti az alsó korlát betartása.

Az MNB a teljes fogyasztói árindexet kezeli célváltozóként. Egyrészt az EU is ezt alkalmazza a GMK konvergencia kritériumnak értékelése alapján. Másrészt a fogyasztói árindex ismert a nagyközönség számára.

#### 4. Inflációs előrejelzés – az MNB ún. közbülső célja

A monetáris politika az alapvető cél mellett megjelöl olyan közbülső célt, amely bizonyos szintjének elérése segíti az alapvető cél (a stabil pénz) elérését. A jegybankok a pénzmennyiséget, az árfolyamot vagy újabban az inflációs célkövetést tekintik közbülső céljuknak.<sup>5</sup> A közbülső cél (szokták nominális horgonynak is nevezni) olyan gazdasági változó, amely stabilizálni tudja a gazdasági szereplők inflációs várakozásait. Ha stabil a pénzmennyiség (és így a kereslet) vagy stabil az árfolyam, akkor a munkaadók, munkavállalók, a fogyasztók, a termelők stb. bíznak abban, hogy nem lesznek nagy kilengések, így az inflációs várakozásaikat visszafogják, illetve a közbülső cél tekintetében jelzett vagy várható változásokhoz (pl. csúszó leértékelés üteme) igazítják. Magyarországon a pénz-kereslet különböző mutatói nem mutatnak kellő stabilitást, ráadásul már a fejlett országokban sem tekinthető a pénz mennyisége minden tekintetben megbízható jelzőszámnak. A pénzhelyettesítők miatt a pénz és nem pénz jellegű eszközök közötti határok ugyanis egyre inkább elmosódnak. A 90-es évek második felében hazánk a valuta árfolyamot használta „nominális horgony”-ként – a csúszó leértékelés idején viszonylag sikerrel, (30%-ról 10%-ra) mérsékelve az inflációt. Ehhez azonban szigorú fiskális politikára és tőkekorlátozásokra is szükség volt. Általánosságban igaz az, hogy ez az árfolyamkockázat alulbecsléséhez vezetett. Másrészt az árfolyam rögzítése azt jelenti, hogy alkalmazkodni kell egy nagyobb ország monetáris politikájához. Ugyanakkor tőkemozgás miatt a kis országok gyakran más jellegű sokknak vannak kitéve, mint a nagyobb országok. Magyarországon a spekulációs pénztőke érdeklődése a környező régióbeli kilátásoktól, az ország gazdasági helyzetétől függ. Kialakulhatnak így olyan helyzetek amikor a jegybank nem képes a meghirdetett árfolyam fenntartására, vagy azt erőteljes jegybanki intervencióval kell ellátnia, amely elég költséges. Ez volt a helyzet nálunk 1995. és 2001. között. Ugyanakkor a közeledő EU tagság a rövid távú pénztőke áramlás korlátozásának a feloldását és az árfolyamsáv szélesítését igényelte.

<sup>4</sup> MNB, 2002: 48-51.

<sup>5</sup> MNB, 2002: 55-60.

A fenti okok nagy szerepet játszottak a váltásban - abban, hogy 2001-től a jegybank az inflációs előrejelzést tette meg közbülső céljának. Ez egyrészt érthető módon szoros kapcsolatban van a végső céllal (a pénz értékének a védelmével), másrészt a jegybank erőteljes befolyást tud rá gyakorolni (árfolyam és kamatpolitikával). A váltásban szerepet játszott az is, hogy – igaz, nagyrészt külső okok hatására – az 1999-2001. években az infláció 10% körüli szinten egyre inkább „beragadt”. A gazdasági szereplők ehhez igazították a várakozásait, ráadásul az ennél alacsonyabb ütemű csúszó leértékelődés miatt a forint reálárfolyama fokozatosan felértékelődött. Így a nemzeti valuta enyhe felértékelődése – melyet szinte minden dezinfláció felhasznál - úgy zajlott le, hogy azt a monetáris politika nem tudta „kihasználni” az infláció csökkentéséhez.

Az inflációs előrejelzés a fontosabb makrogazdasági változók értékeit rögzíti, és bemutatja, hogy ezek mellett mi jellemzi az inflációs pályát.<sup>6</sup> Az árfolyamot az utolsó teljes naptári hónap átlagos szintjén rögzítik az előrejelzés során. A hosszú távú kamatokra egy olyan pályát feltételeznek, amely az előrejelzett inflációs folyamattal összhangban van (ez a hosszú távú kamatalakulás tehát nem kamat előrejelzés, de nem is a jegybanki kamatintézkedések mutatója). Néhány külső exogén változót, mint például a nemzetközi olajárakat, az euró-dollár árfolyamot – melyeknek a jövőbeli alakulását nehéz becsülni – az utolsó megfigyelés értéken veszi figyelembe az előrejelzés. Egy-egy időpontra nemcsak egy jövőbeli várható inflációs értéket adnak meg, hanem az adott konkrét szám (az előrejelzés középértéke) mellett az akörüli eloszlást is. Ezt mutatja az inflációs sávok alsó, illetve felső határa. Azaz a középértéket övező bizonytalanság kiszámítását és annak értékelését is közreadják a szerzők.

Így az olvasó egy alapos szakértői becslést kap meghatározott paraméterek mellett. Ki-kí a változóknak a saját feltételezése szerinti értékét behelyettesítve megkaphatja, hogy annak (pl. más árfolyam vagy kamatszint, eltérő olajár stb.) milyen inflációs pálya felel meg a következő időszakban Magyarországon. Ha valaki pl. más inflációs pályát kíván a jövőben, akkor a modellben meg kell változtatnia a főbb változók figyelembe vett paramétereit. A gazdaságpolitikai viták egy része így redukálható azzá, hogy ki milyen változó értéket preferál (pl. árfolyam), illetve tart valószínűnek. Az előrejelzés 1-2 éves (4-8 negyedéves) periódusra készül. Ez összhangban van azzal, hogy a jegybank célja a következő 1-2 év inflációjára vonatkozik:

- a jegybanki intézkedések (pl. kamatváltozás) hatása 1-2 év alatt fejtik ki a teljes hatásukat az árszintre,
- a szükséges előrejelzési módszerek és kapacitások csak 2001. közepe óta kezdenek kialakulni,
- az egy évnél hosszabb időszak mellett az árindexből kikerülnek az egyszeri ár-emelési hatások (pl. hatósági áremelés).

Az inflációs célkövetés szabálya elvileg azt diktálja, hogyha az előre jelzett infláció a célhorizonton belül a megcélzott érték fölé kerül, akkor a jegybank megemeli a kamatot, (hogy olcsóbb legyen a nemzeti valuta és csökkenjen ezáltal várható infláció). Erre persze nem biztos, hogy sor kerül (pl. más külső sokkok miatt nem célszerű ezt megvárni), de az is igaz, hogy ekkor csorbát szenvedhet a monetáris politika hitelessége. A jegybanki döntés at-

<sup>6</sup> MNB, 2002: 61-62.

tól függ, hogy a külső változást miként értékeli és milyen tartósnak ítéli a jegybank. Ha tartósan keresleti többlet jelentkezik, akkor pl. kamatemelésről kell dönteni. Ha a kínálat a várttól elmarad, de a hatás átmeneti, akkor – mint pl. rosszabb termés esetén – nem indokolt kamatemelés. Ugyanakkor az egész gazdaságon átgyűrűző kőolaj áremelés esetén már indokolt lehet a kamatok emelése (akkor is, ha átmeneti az olajárak magasabb szintje).

A jegybank nem képes pontosan előre jelezni azt, hogy a kamatlépései pontosan milyen árfolyamváltozást hoznak. A pénzpiaci szereplők reakcióitól függ ugyanis, hogy mi lesz az árfolyam. Arra azonban természetesen törekszik a bank, hogy a kamatok változtatásával az árfolyam optimális gyengülését vagy erősödését érje el. Az árfolyam konkrét szintje így egyszer alatta, máskor felette lesz annak a szintnek – ami egyébként a dezinflációs pályához szükséges –, de összességében ezt a pályát alapozza meg.

Az előrejelzés több hét alatt készül el, és e folyamatban bevonják a Monetáris Tanács tagjait is. Első fázisban meghatározzák a fő bizonytalansági tényezőket és az előrejelzés alapvető feltételezéseit. Ennek megvitatásakor (a Monetáris tanács ülésén) rögzítik a „centrális pálya” főbb feltevéseit és azon sokkok (bizonytalansági tényezők) körét, melyek értékelését a Monetáris Tanács szükségesnek tartja. Ez alapján készül el a számszerű előrejelzés első változata. Ez ismét a Monetáris Tanács ülése elé kerül, ahol a Tanács tagjai változtatást javasolhatnak az alapfeltevéseket, illetve bizonytalansági eloszlások tekintetében. Ezek figyelembevételével véglegelik az előrejelzést (úgy, hogy az közben mindig felfrissítésre kerül a legfrissebb statisztikai adatok és gazdaságpolitikai intézkedések figyelembevételével). Az így elkészült végső előterjesztés alapján a Monetáris Tanács mérlegeli, hogy az akkori monetáris feltételek megfelelőek-e vagy változtatás szükséges-e. A Tanács közleményt jelentet meg arról, hogy mi a véleménye a várható inflációs folyamatról. Amennyiben a Tanács a kamatok változásait tartja szükségesnek, azt (és annak okait) szintén közzé tesz a publikáció során. A negyedévente készülő előrejelzések között is nyomon követik a bekövetkező változásokat. A kéthetente ülésező Monetáris Tanács értékeli az új inflációs adatok és a (korábbi) előrejelzés közötti kapcsolatokat.

## 5. Operatív cél – rövid távú kamatok

Operatív célnak a jegybankok általában a rövid távú pénzpiaci kamatokot minősítik. Ezekre ugyanis monetáris eszközökkel közvetlenül és gyorsan hatni tudnak (szemben a közbülső céllal). A másik oldalon viszont az operatív célnak az inflációval való kapcsolata sokkal lazább és az így nem lenne képes betölteni a „nominális horgony” szerepét. Az MNB operatív célja a rövid, 3 hónapos futamidejű pénzpiaci (mindenekelőtt államkötvény) kamatok kívánatos szintjének az elérése.<sup>7</sup> Az MNB betétet a 2 hetes irányadó kamata révén képes ezt a jegybank biztosítani. A jegybank a forint–euró kamat különbözetet kívánja mindenekelőtt befolyásolni.

---

<sup>7</sup> MNB, 2002: 61-62.

Amennyiben úgy ítéli meg, hogy az adott árfolyamsáv veszélyezteti az inflációs cél teljesülését, akkor az irányadó kamatának megemelésével a rövid távú pénzüpiaci kamatok (és ezzel a forint-euró kamatkülönbözetet) megemeli. Ezzel a forint a pénzüpiacon erősödik. Ugyanakkor, ha az inflációs célt nem veszélyezteti az árfolyam kisebb esése, akkor a kamat csökkentésével csökkenti a pénzüpiacon az euró feletti forint kamattöbbletet és az árfolyam gyengülését idézi elő.

A változó kamatozású vállalati hitelek általában a pénzüpiaci kamatokhoz igazodnak, és a lakossági betétek kamatai és viszonylag rövid időn belül követik a pénzüpiaci mozgásokat. Így a jegybank kamatpolitikája hat az összkereslet alakulására is (a beruházási javak, fogyasztás), ami hasonló irányban hat mint az árfolyam változtatása (a kamatemeléssel a keresletet és ezzel az áremelkedés mértékét mérsékli).

A széles árfolyamsáv mellett a kamat változtatás és az általa előidézett árfolyam változtatás ugyanabban az irányba hat – egyszerre szigorít vagy lazít (szűk árfolyamsáv mellett a kettő hatása sokszor ellentétes volt). A kamatpolitika mozgásterének a növelése javítja a monetáris politika hatásfokát.

A monetáris politika kiterjedt elemzői tevékenységgel alapozza meg az inflációs célkövetést és az operatív céljait. Ebben kitüntetett szerepet kapnak az indikátorok. Ezek olyan gazdasági-pénzügyi változók, melyek előre jeleznek egy jövőbeli folyamatokat.

## 6. Átláthatóság, kommunikáció

Az inflációs célkövetés rendszerének legfőbb célja az inflációs várakozások befolyásolása – annak elérése, hogy minél kisebb legyen a jegybanki beavatkozás szükségessége (és költsége) az infláció mérséklése során. Ezért a jegybanki politika átláthatóságának nagy a jelentősége.<sup>8</sup> Ezt szolgálja a Monetáris Tanács döntéseinek a bemutatása, kommunikálása. Fontos kommunikációs feladat az árfolyam szerepének a reális bemutatása és a jegybanki politika hitelességének a védelme (pl. arra az esetre, ha nem érik el az inflációs célt külső sokkok miatt).

A jegybank a negyedévente készülő inflációs jelentésében közzéteszi az előrejelzés leírását és a háttér tanulmányokban pedig az azt megalapozó elemzéseket. A jegybank vezetői rendszeresen találkoznak pénzüpiaci elemzőkkel és a sajtó képviselőivel. A 2001. évet megelőzően a jegybank tevékenysége misztifikálódott. Jellemző erre, hogy még a Számvevőszék sem ellenőrizhette a tevékenységét. Az új monetáris politika egyik fontos célja az átláthatóság biztosítása – világos érvek, határozott döntések esetén számolhat azzal, hogy a gazdaság szereplőinek az inflációs várakozásai megváltoznak. A jegybank közzéteszi az értékelését a piaci folyamatokról és a prognózist. A jegybank tevékenységét 2001-től az ÁSZ ellenőrzi.

---

<sup>8</sup> MNB, 2002: 62-63.



## 7. A dezinfláció főbb kérdései

Az alacsonyabb infláció jelentős előnyöket rejt magában. Ugyanakkor az infláció csökkentéséhez szükséges pénzügyi szigor (magas reálkamat, túlértékelt árfolyam stb.) a növekedési ütemet átmenetileg csökkenti. Az infláció csökkentésének üteme függ attól, hogy Magyarország mikorra tervezi a csatlakozást a Gazdasági és Monetáris Unióhoz. Az infláció mérséklésének a problémája az, hogy a közvéleményt nehéz meggyőzni arról, hogy mérsékelje az inflációs várakozásokat. A monetáris politikának olyan lépésekben kell mérsékelnie az infláció ütemét, amely elégséges jelzést ad ahhoz, hogy a várakozásokat a kívánatos irányba módosítsa, de ugyanakkor nem vezet túlzott növekedési áldozathoz. Az inflációhoz hozzászokott társadalom és a viszonylag magas infláció miatt Magyarországon is csak fokozatosan lehetséges az infláció mérséklés. Az 1991-92-es foglalkoztatás csökkenést és az 1995-96. évi reálbéresést elszenvedő munkavállalók érthető módon bizalmatlanok minden, a jelen pozíciókat nagymértékben átrendező dezinflációs intézkedésekkel szemben (is).

A pénzmennyiség és a hitelállomány (monetáris és hitelaggregátumok) nagyságát illetően a jegybank nem fogalmaz meg célokat.<sup>9</sup> Ezek alakulásának elemzése azonban fontos, mivel jelzik azt, hogy a gazdaságnak miként változik a finanszírozási szükséglete. A pénzpiaci kereslet és kínálat alakulása e nélkül nem érthető meg, illetve nem vetíthető előre. Ez fontos egyrészt a még relatíve magas (5%-os) kötelező tartalékráta szempontjából. Másrészt fontos a vállalatok és a háztartások nettó finanszírozó képességének (megtakarítások, hitelígyény stb.) az alapos elemzése, a bankszektor jövedelmi folyamatának a nyomon követése.

## 8. A jegybanki eszköztár

Az állampapírok jegybanki adás-vétele klasszikus nyíltpiaci műveletnek számít. Az MNB a másodlagos piacon a likviditás szabályozása végett alkalmazza e műveleteket. Azonban nem tekinthető a monetáris politika meghatározó eszközének (nem úgy mint a nagy likvid értékpapír piaccal rendelkező angolszász országokban).

A 90-es években Magyarországon elterjedt repo (visszavásárlási megállapodás) 2001. december végéig volt nagy jelentőségű (az aktív repo esetében a jegybank hitelt nyújt az ügyfelének állampapír fedezet mellett, míg a passzív repo esetében a jegybank állampapír fedezetet nyújt a nála lekötött pénz ellenében).

Az egynapos (overnight – O/N) fedezett hitel a kamatfolyosó felső szélén az MNB egyetlen instrumentuma. Mögötte fedezetként az adott bank értékpapírjainak az összessége áll. A bankok napközben a limitjük (VIBER-hez beadott zárolt értékpapírjaik) erejéig napközben bármikor kérhetik a hitelt. Az üzletek elszámolása aznapi (T napos).

A jegybanki betét azt jelenti, hogy az ügyfél elhelyez bizonyos összeget a jegybanknál. Ennek feltételei (futamidő, kamat stb.) vagy előre meghatározottak vagy tenderen alakulnak ki. A jegybanki betét 1997-től teljesen átvette a korábbi passzív repo szerepét. Az MNB irányadó eszköze (1999 óta) a kéthetes lejáratú betét, hetente egyszer lehet sort kéríteni az üzletek megkötésére. Ezzel a jegybank képes befolyásolni a pénzpiacra meghatározó

<sup>9</sup> MNB, 2002 oldal

három hónapos lejáratú kamatok szintjét. Másrészt a kéthetes betéttel a bankrendszer likviditási feleslegét képes lekötni az MNB. Az egynapos lejáratú betét a jegybanki kamatfolyosó alját jelenti.

Az MNB kötvény 1997-2002. áprilisa között többféle futamidővel és értékesítési technikával szerepelt a jegybanki eszközök között. A sterilizáció egyik fontos eszköze volt több évig.

A deviza-forint swap esetében leggyakrabban a bankok forintot vettek kölcsön az MNB-től és devizát helyeztek el nála fedezetként. Az egynapos swap-ot az aktív repóval azonos kondíciók mellett 2001. áprilisáig működtette a jegybank.

A kötelező tartalékrendszerben a hitelintézetnek a források egy hányadát kötelezően a jegybanki számlájukon kell elhelyezni. Ez a hányad 2002. őszétől 5%, de legkésőbb az EU belépéséig 2%-ra fog csökkenni, hogy összhangban legyen az EU előírásokkal. Ugyanezen ok miatt piaci kamatot fizet majd ezután a jegybank (ma csak 4,75% – 2002. szeptemberétől – a fizetett kamat).

A 2 évnél hosszabb lekötésű források mentesek (akárcsak az EU-ban) a tartalékolási kötelezettség alól. A tartalékot az adott naptári hónap átlagos forrás összege után kell fizetni. A tartalékolás fő funkciója a likviditás lekötése (ezért is alkalmazta a nemzetközileg szokásosnál nagyobb mértékben a jegybank a likviditási többlettel jellemezhető magyar bankrendszerben (a 90-es évek végén pl. még 12%-os volt a tartalékráta).

Az MNB ún. irányadó instrumentuma ma a kéthetes futamidejű jegybanki betét. Ennek kamata az alapkamat, amely az irányadó kamatszint. A piacon a jegybank által kívánatos kamatszintet az irányadó instrumentum segítségével igyekezik érvényesíteni a kamat transzmisszió szempontjából legmeghatározóbb jelentőségű futamidőn (ez az irányadó futamidő – amelyen a bankok határozzák a változó kamatozású hiteleiket). Az MNB célja az irányadó instrumentummal a 3 hónapos futamidejű pénzüpi kamatok szintjének és a betétek (illetve hitelek) kamatátárazódási folyamatának a befolyásolása. A kéthetes futamidő megfelel az Európai Központi Bank gyakorlatának.

A jegybank törekszik arra, hogy megelőzze a bankközi pénzpiacon a kamatok hektikus ingadozását – mivel ebben az esetben a jegybank operatív célként megjelölt kamatának alakulása túl nagy mértékben ingadozna a likviditási helyzet függvényében. A jegybanki kamatingadozási sáv révén éri ezt el. A „kamatfolyosó” az árfolyamingadozási sávon belül az irányadó kamat plusz, mínusz 1%. A „kamatfolyosó” teteje az a hitelkamattal, ahol a jegybank egynapos futamidős hitelt nyújt (fedezet mellett). A kamatfolyosó alja (kamatpadló) az a kamat, amelyen az ügyfél egynapos betétet helyezhet el az MNB-nél. A kamatingadozást tompítja a tartalékráta számítási módszere is. A források havi átlagos értéke utáni tartalékfizetés miatt a bankok a likviditási helyzet gyors változásához könnyebben tudnak igazodni. A „kamatfolyosón” belül az MNB gyorstender révén tudja befolyásolni a napi kamatszintet. A bank ezt a nagy ügyfelek részére hirdeti meg (30 percen belüli reakciót várva és minimum 500 millió forintos összeget kell betétbe elhelyezni vagy hitelként felvenni). Ennek segítségével váratlan likviditási problémák hidalhatók át – alkalmazására csak ritkán kerül sor.<sup>10</sup>

A devizapiaci műveletek jelentősége a széles árfolyamingadozási sáv mellett kisebb. Bár az MNB az árfolyamingadozási sávon belül bármikor élhet ezekkel, 2001. május 4.-e óta csak egyszer interveniált (devizát vásárolva forintért), amikor a forint elérte a sáv erős szélét 2003. januárjának végén.

<sup>10</sup> MNB, 2002: 106-107.

Verbális intervenció során a jegybankok felhívják a figyelmet olyan piaci tenderekre, melyeket nem tartanak kívánatosnak. Akkor hatásos (illetve akkor marad hiteles a jegybank), ha ennek eredménytelensége esetén valós intervencióval is hajlandó a jegybank közbelépni.

A jegybanki likviditás tervezés során a célkitűzés egyrészt a pénzkeresletnek megfelelő likviditás biztosítása, másrészt a jegybank pénzkínálati feltételeinek a jegybanki célokhoz igazodó változtatása. A likviditás szabályozás során a jegybank egyrészt azt dönti el, hogy mekkora betétet fogad el a bankoktól vagy mekkora hitelösszeget ajánl fel a számukra. Másrészt (alkalmazkodó szabályozás esetén) a jegybank előre meghatározott kamatra fogad el betétet vagy kínál fel a számukra.

Az MNB minden monetáris eszközhöz külön-külön meghatározza az ügyfélkört. A legszélesebb azok köre akik a napi (O/N) hitelhez hozzájuthatnak. A kéthetes lekötésű jegybanki betét köre már szűkebb. A gyorstenderek esetében legszigorúbbak a követelmények, gyors reakció idő (30 perc), gyors adatátviteli csatornával való rendelkezés, szükséges és a legkisebb ajánlattételi összeg 500 millió forint.

A jegybank a hiteleihez megkövetelt fedezeteket vagy normatív módon (a hitelügylet megkötésekor) vagy naponta értékeli – ez utóbbi egyre nagyobb teret kap a jegybank gyakorlatában<sup>11</sup>. Ezzel meg fog felelni az Európai Központi Bank irányelveinek. Az Európai Központi Bankok (KBER) Rendszeréhez való csatlakozáskor az MNB-nek készen kell lenni arra, hogy ne csak a forint kötvényeket, hanem a KBER-ben befogadott mindenféle fedezetet elfogadjon.

A folyamatos rendelkezésre álláson (napi betét, illetve hitel) és a szakaszos rendelkezésre álláson (pl. kéthetes betét elhelyezésére a hét előre meghatározott napján) túl a jegybank aukciói és gyorstenderek útján is végezhet műveleteket. Tendert, illetve gyorstendert a betéti és a hitel oldalon is alkalmazhat, bár erre ritkán kerül sor. A fix kamatú tenderrel a kamatot a kiíró eleve megszabja, a változó kamatozású tendereknél a meghirdetett összegben belül a mennyiségre és a felajánlott (elvárt) hozamra is ajánlatot lehet tenni – az ajánlatok elfogadása sorrendben történik (az MNB számára a legkedvezőbbeknél kezdve). A szabad tender esetén se limitösszeg, se kamat nincs előre megszabva – a kiíró az ajánlatok függvényében dönt a sorba rendezett ajánlatok közül. A jegybank törekszik arra, hogy kamatdöntéseit lehetőleg ne üzleti időben hozza és a következő üzleti nap legyen a döntés hatályba lépése.

A csúszó leértékelés rendszerében a jegybanki intervenciók (devizavásárlások) összege jelentős volt. Emiatt még 2002-ben is jelentős fölös likviditással rendelkezett a magyar bankrendszer. Ezt a jegybank a passzív oldali eszközeivel (betét, korábban kötvény) vonja ki a rendszerből. Összességében a bankok most is hitelezői pozícióban vannak az MNB-vel szemben (nemzetközileg ezzel ellentétesen nettó hitelfeltevők a jegybankkal szemben).

Az EU tagságunk később az euró bevezetése miatt a monetáris politika eszköztárának kialakításakor fontos szempont az Európai Központi Bank (EKB) eszközeihez való illesztés.

---

<sup>11</sup> MNB, 2002: 113-114.

## 9. Magyarország és az EU monetáris politikája

A szakmai és politikai viták Magyarországon az euró gyors bevezetésének sürgetésével – vagy elutasításával – foglalkoznak, ami nagyfokú leegyszerűsítést jelent. A kép ugyanis ennél árnyaltabb. Az euró bevezetése azt jelenti, hogy az adott ország jegybanki feladatainak nagyobb hányadát átruházza az Európai Központi Bank. Az EU tagsággal Magyarországnak az ERM – II monetáris rendszerben kell részt vennie.

Az EMR-II-t 1999-től bevették azzal a céllal, hogy az eurót be nem vezető EU tagországok ezen keresztül kapcsolódjanak az euró zónához.<sup>12</sup> Bár jogilag nem kötelező a részvétellel (induláskor Svédország és Nagy-Britannia nem is vállalta az EMR-II-be való belépést), közgazdaságilag mindenféleképp célszerű a kívülről álló tagországok számára.

Az EMR II-ben az euró a hivatalos „horgonyvaluta” és ebben fejezik ki a nem euróövezetbeli tagállamok valutáját. A lebegtetési sáv plusz és mínusz 15%, de lehet ennél kisebb is. Automatikus intervenció vezethető be a sáv szélén ha erre vonatkozóan megállapodást kötnek. A sáv szélén az ERM-II elvileg korlátlan intervencióra nyújt lehetőséget, de ezt más monetáris és fiskális eszközzel összehangoltan kell végezni. Az intervenciót felfüggeszthetik (az ECB, illetve a nemzeti jegybank), ha veszélyben érzik az árstabilitás fenntartását.

Az EU célja, hogy a kevésbé fejlett tagországok is fokozatosan felzárkóznak a többiekhez. A felzárkózási képesség tekintetében az EU szóhasználata megkülönbözteti a reálkonvergenciát (amikor a gazdasági fejlettségi szint és az életszínvonal a fejlettebb országokéhoz közelít) és a nominális konvergenciát. Ez utóbbi alatt azt értik, hogy a gazdaságok EU-n belüli egyenlőtlenségeit felszámolják és a gazdaságok egyensúlyi mutatói (ezt a jól ismert Maastricht-i egyensúlyi kritériumrendszer testesíti meg) közelítenek egymáshoz. A három Maastricht-i kritérium a következő:<sup>13</sup>

- alacsony inflációs ütem (a fogyasztói árindex legfeljebb 1,5 százalékkal haladhatja meg a legalacsonyabb inflációjú EU ország átlagos mutatóját),
- kiegyensúlyozott államháztartás (az államháztartás éves hiánya nem érheti el a GDP 3%-át, az adósságállománya pedig annak a 60%-át),
- alacsony kamatszint (az EU-n belüli legalacsonyabb kamatszintű országok értékét legfeljebb 2 százalékponttal lehet meghaladni).

A fentiek mellett létezik árfolyam-stabilitási konvergencia kritérium is: a monetáris unióba való bekapcsolódás előfeltétele az ERM árfolyam mechanizmusba való bekapcsolás és az adott nemzeti valuta stabilitása a megelőző 2 évben.

A Központi Bankok Európai Rendszere (KBER) az Európai Központi Bankból (ECB) és a 15 EU ország nemzeti jegybankjaiból áll. Az ECB dolgozza ki az euróövezet monetáris politikáját. Az euróövezetbeni jegybankok egyrészt információkkal segítik az ECB kormányzótanácsa és igazgatósága döntéseinek –megalapozását, másrészt végrehajtják e dönté-

<sup>12</sup> Hetényi G.- Hünlich Cs. - Mozsáry P., 2001: 47-49.

<sup>13</sup> MNB, 2001: 34.

seket (ellátják a hitelintézeteket likviditással, náluk helyezik el a kötelező tartalékot. Az ECB harmadik testülete, az Általános Tanács Koordinálja az árfolyampolitikát az euróövezet és az azon kívüli EU tagállamok között.

## 10. A stabilitási és növekedési Egyezmény (SNE)

Az 1996-97-ben kidolgozott Stabilitási és Növekedési Egyezmény valamennyi EU tagállamra érvényes, de az egyensúlyi mutatókat illetően néhány szempontból eltérően kezeli az eurót bevezető és az euróövezeten kívüli országokat. Elvileg a maastricht-i kritériumoknál szigorúbb, mert egyensúly közeli vagy többletet felmutató költségvetést ajánl – azért, hogy recessziós – nehezebb – időszakban a romló költségvetési pozíció esetén se sértsék meg a 3%-os deficit szabályt. Az SNE szerint az euróövezeten belüli tagállamoknak stabilitási pak tumot, az azon kívülieknek konvergencia programot kell készíteniük. A programoknak leg- alább 3 évre kell előre tekinteniük, tartalmazniuk kell az egyensúly közeli költségvetés célki- tűzést és az azt megalapozó gazdaságpolitikai intézkedéseket. A programokat be kell nyújta- ni és nyilvánosságra kell hozni. Az euróövezet tagállamokat pénzügyileg szankcionálják, ha megsértik a 3%-os deficit korlátot.<sup>14</sup>

### *Felhasznált irodalom:*

1. A forint útja az Euróhoz, MNB 2001
2. Monetáris politika Magyarországon, MNB 2002
3. Hetényi G. - Hünlich Cs. - Mozsáry P.: Az EU pénzügyi rendszere 2001
4. Gazdaság és tőkepiac 2001-ben, HVB-CAIB 2001

---

<sup>14</sup> HVB-CAIB, 2001: 24.